

# 证券交易新形式可纳入证券法监管

□ 朱少平

关于资产份额是否属于证券交易一直有不同的声音。一种意见认为,这种交易是变相的证券交易,应当严格禁止;另一种意见认为,这是一种新的产权交易,是我国文化及相关体制改革的一种探索,应当继续探讨,并加以规范,使之更好地促进我国文化及相关市场的发展。本文认为,这类交易本质上是一种新的证券交易形式,应积极探索,总结经验,特别是应通过修改法律和理顺体制,使之纳入证券法的规范和监管,更好地发挥促进相关产业、行业与社会发展的作用。

## 厘清证券概念

研究资产份额交易,首先应当了解证券的概念。对于证券概念,大多数人的认识是模糊的,似乎一提到证券,都将其理解为上市公司股票或是债券。其实,这只是人们对证券的一种表象认识。

那么,如何理解证券的概念呢?美国1933年《证券法》第2节(b)(1)规定,证券是指各种证券、股票、国库券、债券、无抵押债券、利益证明或参与某种利润分配协议的证明、担保信托证、筹建经济组织、可转让股权、投资合同、有投票权的信用证、证券证明、油气矿或其他矿藏开采权未分配部分的权益;任何证券和存款证明或者组合证券和指数证券(包括根据价格而计算出来的利益)的卖空期权、买空期权、买空卖空期权、选择权或者特权;任何在全国证券交易所交易的有关外币的卖空期权、买空期权、买空卖空期权、选择权或

者特权;或者,从总体上任何被认为是“证券”的利益或工具,或者购买上述内容的临时或中介性的收据、担保、保证等各种利益的证明。这一规定以列举的方法限定了证券的范围,但它并没有对证券作出一个定义。

本文在尝试对证券的定义作一个简要表述:所谓证券,是指一定机构发行的,用以证明某种财产价值,并能用以交易(转让)的票券。按照这一表述,证券具有以下几方面的特征:它是一种票券,而且券面上应当记载某种权利的内容;它的目的在于证明某种财产价值,即法律上关系,如股权关系、债券关系、信托关系等;能够用于转让或者交易,包括一般性转让或者在公开的证券交易场所交易;这种票券要由一定的机构如国家或者企业发行,如果是公开交易证券,还应当经一定的机关批准或核准。

证券发行的目的是证明某种财产价值,并用于转让或者交易。当一种证券交易市场形成后,即逐渐形成这种市场的基本功能。从我国股票市场交易情况看,证券的功能主要在于以下几点。

首先,它要服务于原始投资者的退出。由于原始投资者投入公司资产往往是其暂时不用的财产,其投资的目的在于通过投资获取企业带来的利润,故当利润形成或者投资者需要使用资金时,即要将证券拿到市场去变卖,以回收本金和收益。因此,证券交易市场的首要功能应当是为原始投资者的退出提供便利。

其次,原始投资者要退出,要变卖其持有的证券,必须有入买,买

券人是看到原始投资者进入该公司能够带来利润而且能够卖出较高价格时,才会参与这种交易,因而证券市场的第二大功能即是投资。

第三,当一个公开交易市场形成后,有些人看到其交易品种不仅能投资,而且能在短期内获得较高收益,也会跑到这个市场低买高卖,进行投机,以此形成这个市场的投机功能。

第四,由于上述几个功能的形成,随即产生第四个功能,即价格发现功能。证券市场交易品种的定价方式为,每股收益乘以市盈率再加供求,而市盈率又随着市场再竞争的激烈程度而变化。例如,1994年四川长虹股票上市时,市盈率只有6倍左右;2006年平安保险股票上市时市场的平均市盈率为12倍左右,但平安保险发行市盈率为20倍;华锐风电股票发行时,其市盈率高达80倍。由于投资资金的大量进入,会刺激某种产品价格暴涨,从而促使某种行业或产品的价格形成,由于这种价格的形成又引来更多资金促使技术研发。

第五,当一个市场形成或成熟时,又导致一些企业或主体利用股权、债权或其他权利到此融资,从而形成证券市场的融资功能。

## 扩大证券交易范围

根据我国证券市场发展,我国于1998年出台了证券法,又于2005年对该法进行了必要的修订。从该法第一条关于立法宗旨的规定看,其立法目的在于:规范证券发行和交易行为;保护投资者合法权益;维护社会经济秩序和社会公共利益;促进社会主义

市场经济的发展。由此可见,证券立法的目的在于,通过对证券发行与交易的规范,既推动和活跃证券交易本身,又保护投资者的合法权益,并实现其他相关目的。

我国证券法第二条规定,在中华人民共和国境内,股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易,适用本法;本法未规定的,适用《中华人民共和国公司法》和其他法律、行政法规的规定。政府债券、证券投资基金份额的上市交易,适用本法;其他法律、行政法规另有规定的,适用其规定。证券衍生品发行、交易的管理办法,由国务院依照本法的原则规定。

这一规定表明,纳入该法调整的证券品种,包括以下几类:一是股票,包括已上市和未上市股票;二是公司债券,包括可转换债券;三是国务院依法认定的其他证券;四是政府债券;五是证券投资产品;六是证券衍生品。其中前三种证券的发行和上市全部适用本法,第四种与第五种证券的上市交易适用本法,第六种亦即证券衍生品品种的发行与交易管理办法则由国务院依照证券法的原则规定。

由上述内容可见,我国证券法规定的适用范围比较宽泛,特别是规定了第三类证券,即由国务院依法认定的其他证券,这就为证券法拓展适用范围预留了空间。但可惜的是,该法无论是首次发布还是修订发布,国务院都没有就其他证券的适用问题作出规定。特别是有些人士还以目前证券法限定的范围反对将新的证券品种纳入法律调整。

上述新型证券品种及其相关法律关系的出现,使我国证券市场发生了巨大变化,特别是文化艺术品份额化交易的出现,不仅重现了我国早期股票市场的狂热,而且由于它以某种物份额化的方式遮盖了物证证券的本质,局限了许多人的思维。还有林权交易、矿权交易、金融产权证券交易等的出现,既撞击了人们的视觉,也模糊了人们的认识,导致一些人极力反对。本质上,这些交易品种都是体现不同法律关系的新的证券品种,万变不离其宗,他们的上市公开交易都是通过这类证券的转让或者交易,促进他们的流通或以此进行融资与退出。

从我国经济社会发展需要和贯彻以人为本科学发展观的角度来说,我们不仅需要通过各种方式,包括设立多种市场解决相关资产流动问题,更要为广大投资者提供更多新的投资工具,而且要在这些过程中充分保护投资者和交易者的合法利益。目前我国证券法规范内容包括十二章240条,分别规定了总则、证券发行、证券交易、上市公司的收购、证券交易所、证券公司、证券登记结算机构、证券服务机构、证券业协会、证券监督管理机构、法律责任等内容。这些内容虽然对所有证券交易有些差别,但总体来说,他们的目标和内容,是相近的。为此,本文建议,尽快组织修改证券法,将所有的资产份额化即证券化交易纳入调整范围,使其更好地促进我国经济与社会发展。(作者为原基金法起草小组组长)

## 出口动能进一步减弱

□ 商务部研究院对外贸易研究所 李健

受欧债危机持续发酵、美国经济复苏减缓影响,全球需求持续疲软,7月我国进出口同比增长大幅下滑,拉响经济“警报”。从当前外部需求、贸易环境、国内经营成本和利用外资等情况综合来看,外贸形势十分严峻,近期难有大改观。

## 外贸发展内外环境不乐观

全球经济增长继续放缓。7月,全球制造业采购经理人指数(PMI)为48.4%,连续两月低于50%,创2009年6月以来新低。欧元区制造业PMI为6月的45.1%下降到44%,创3年来新低。美国制造业PMI为49.8%,较6月微升0.1%,连续两月处于50%以下。亚洲主要经济体7月制造业PMI也同步下跌。国际货币基金组织(IMF)7月初下调了全球经济增长预期,全球经济今年预计仅增3.5%,是2009年以来最悲观的预期。

欧债危机可深度蔓延。7月25日,西班牙十年期国债收益率触及7.75%高点,两年期国债收益率也升至7%以上,意大利十年期国债收益率也在上升,显示欧债危机正从边缘向核心国家蔓延。德国经济第二季度仅增0.2%,为2010年以来的最低点。

美国经济面临严峻考验。美国7月失业率再升0.1%至8.3%,表明就业形势依然不好。尽管7月零售和餐饮服务销售增长0.8%,为今年2月以来最大增幅,但居民消费需求增长能否持续仍难确定。

全球贸易大幅度减速。7月,韩国、越南、中国台湾出口增速分别从上月1.3%、16.9%和-3.2%降至-8.8%、2.9%和-11.6%。波罗的海干散货指数(BDI)7月上旬短暂上升后一路下降,直至8月13日仍为阶段新低,这反映主要经济体贸易正出现全面收缩。未来一

两个季度应当是全球经济复苏最困难时期。

从国内来看,经济仍处于下行通道。当前国内投资企稳,消费同比增长回落。7月规模以上工业增加值同比增长9.2%,创2009年5月以来新低,连续第4个月维持个位数增长。社会消费品零售总额同比增长13.1%,创2006年2月以来新低。CPI同比涨幅为1.8%,为2010年1月以来首次跌至2%以下。PPI同比下降2.9%,环比下降0.8%,连续5个月为负。7月制造业PMI回落至50.1%,接近荣枯临界点,创8个月以来新低。新订单指数为49.0%,比上月下降0.2个百分点,连续3个月低于临界点,表明制造业市场需求继续呈回落走势。

## 外贸形势难有大改观

从当前外部需求、贸易环境、国内经营成本和利用外资等情况综合来看,外贸面临的形势十分严峻,近期难有大改观。

出口增速仍将继续走低。7月我国制造业PMI的新订单指数进一步回落,预计未来一到两个月出口仍将继续走低。如果三季度美国居民消费能有所回暖,欧债危机不继续恶化,欧元区经济止跌,我国出口形势第四季度可能好转。但是出口增速继续下滑可能性很大。

进口增速将小幅反弹。我国进口结构偏重于与投资相关的大宗商品。由于工业中上游环节仍在去库存中,短期内需求大幅回升概率低,但今后几个月,随着刺激经济、扩大进口等政策累积效应显现和库存回补周期到来,进口增速有可能回升。

当前我国外贸正处在“调结构、转方式”关键期,外贸企业在研发新产品、开拓新兴市场、提高产品附加值和科技含量等方面,有很大发展潜力。外贸政策应着眼这一趋势,引导企业趋利避害,克服挑战,避免大起大落,促进外贸持续健康发展。

# 亚洲将是新消费者市场核心

□ 萨杰夫·萨雅尔

由于在新兴市场(尤其是中国)的销售走低,财务数据令投资者感到忧虑,奢侈品牌公司的股价在7月大幅下挫。又有新闻报道指出,印度以及中国高端购物中心的人流正不断减少。

究竟发生了什么事?许多分析家预计,新兴市场在未来十年内将实现指数式增长,而今人们谈论的却是全球危机如何减缓这些经济体发展并扼杀自由支出。但奢侈品牌销售门店门可罗雀不能归咎于中国经济增长放缓。中国增速从今年第一季度的8.1%下降到第二季度7.6%的表现无需恐慌。此外,2/3的减速是源自于投资下降而不是消费疲软。就中国所有的长期结构性问题来看,它还未步入衰退。

真正的问题在于许多分析师夸大了奢侈品牌在新兴市场的销售份额。目前中国这个最大的新兴市场经济体有160万个可以被称为“富有”的家庭(界定标准是拥有超过15万美元的年均可支配收入),但相对于日本



CFP图片

的460万个“富有”家庭来说还是偏低,跟美国的1920万相比更是相形见绌,而印度和巴西的“富有”家庭数量也分别只有80万个和100万个。

由此可见,可支付奢侈商品的人群还是发达国家占绝大多数。近年来新兴市场这部分份额所取得的爆炸式增长,反映了一种进入原本未开发市场的现象,销售下跌也是由于市场开始饱和。高收入家庭的数量依然在增长,但不足以支撑某些人所期望

的30%-40%复合增长率。

这并不意味着新兴市场的增长机会已经消失,而是预期水平必须重新调整。尽管在过去10年内实现了蓬勃增长,但中国国内依然有1.64亿个“贫困”家庭(年均可支配收入低于5000美元)以及1.72亿个“积极消费”家庭(年均可支配收入介于5000到1.5万美元之间),而印度的对应数字分别是1.04亿个和1.07亿个家庭。未来20年,这些国家将进入中产状态。虽然其他新兴地区都将出现

类似的转换,但转型的中心将会是亚洲。

布鲁金斯学会经济学家荷米·卡拉斯的一项研究向我们展示了这一变革的规模。他首先判断2009年时全球有18%的中产阶级住在北美,另有36%在欧洲,亚洲(计入日本)为28%。卡拉斯预计,到2030年全球2/3的中产阶级将住在亚洲。换句话说,亚洲不仅将取代西方,甚至其他新兴区域也无法望其项背,这才是真正的商业机会。

当然,亚洲中产阶级的崛起并不是我们唯一预期的变革。我们正处于一个会同时破坏和创造消费者市场的人口结构变革过程中。发达国家的老龄化已经众所周知,但最新数据显示,新兴市场正更加迅速地经历老龄化。

中国目前的中间年龄为34.5岁,而美国为36.9岁。然而中国的中间年龄到2030年将达到42.5岁,美国只有39.1岁,俄罗斯则更甚,将达到43.3岁。新兴市场国家的教育系统已遭到老龄化的冲击。中国的小学生入学数量自1990年以来已经下降了18%,韩

国更是下降了33%。在人口结构量表的高龄一端,老年人的份额正出现爆炸性增长。

与此同时,基本消费单位——家庭,其特性也在迅速改变。在发达国家,传统的核心家庭(只包括父母和子女的家庭)数量不断减少,取而代之是单人家庭。例如在德国,39%的家庭只有一名成员。有孩家庭仅仅分别占到了英国和美国家庭总量的19%和22%。

然而,未来不仅是消费者构成分散化,我们也将见证几代同堂家庭的重新兴起:在25-35岁年龄段的美国人中,有22%与父母或者亲戚住在一起。相比之下,印度的大家庭正在为核心家庭让路,前者目前占全部家庭总数的64%。

所有这些变革将深刻影响消费市场的未来走向。而一个年龄不断增长且中产阶级不断增长的亚洲,将会是新消费者市场的核心。

(萨杰夫·萨雅尔是德意志银行全球战略分析员。本文来自Project Syndicate)

## 员工持股计划有助于提升企业价值

□ 华西证券研究所 耶黎

今年以来证监会推出了一系列旨在促进资本市场建设的新政措施,从稍早的IPO审核阳光化到最近的员工持股计划,每一项新政措施的推出都引起了市场的热烈讨论。对于新政中提及的各个制度工具,市场已经展开了充分的辩论,各方观点碰撞精彩纷呈,在此不再赘言。关于资本市场的建设、关于证监会的新政,我们想极力探究的是下述几个问题:新政的各项基础制度工具与资本市场建设之间是一种什么样的关系?新政背后,是什么样的力量在推动资本市场建设?各项新政措施的生命力如何得以延续?未来资本市场的前景如何?

经济发展过程中,资本和劳动要素回报的动态变化构成了员工持股计划的理论基础。设立员工持股计划(ESOP)的初衷,是为回报增长相对较慢的劳动要素参与资本要素收益的分配提供一条便利的路径,表现在形式上是通过鼓励企业员工持股的方式来实现参与与分配的目的。

从劳动要素参与资本收益分配出发,包括美国、日本等已经推行的员工持股计划带有很强的福利色彩,并将ESOP判断为一种福利补充工具。这种看法一定程度上符合事实,但是肤浅的。员工持股计划随着对企业权力博弈的影响力度不同,表现出截然不同的性质,仅仅在ESOP对现有的企业决策权力分布产生的影响较小时,才会表现出类似于福利计划补充工具的特点,劳动与资本之间沟通的方式通常表现为在员工持股计划的框架内,资本收益通过各种途径向劳动要素进行转移,员工持股计划的福利性质由此而来。

在另一种情况下,当员工持股计划以一种激励工具的面貌出现时,对资本博弈、劳动要素的积极性和企业价值等诸多方面产生的影响与其作为福利工具出现时大相径庭。对于处于成长阶段的、融资需求强烈、预期股权分布具有较强不确定的中小企业来说,员工持股计划含有的激励员工的性质更强,此时的员

工持股计划存在一种能够深刻影响企业决策的力量。员工持股计划的存在实际上是维护与提升企业整体价值提供了一个内在的制度基础。ESOP将员工的利益以股权的形式表现出来,形成企业股权分布中相对稳定的利益诉求明确的一方。对于股权分布较为分散、市场化程度尚不足的中小企业来说,这样一股力量的存在为限制各个股东的私利提供了制度基础,一定程度上保证股东决策时更多的倾向于企业的整体利益,从而达到维护与提升企业价值的效果。我们看到ESOP作为一种激励工具出现时,劳动与资本要素的重新组织与整合分工的结果,不仅仅局限在利益分配上,而是延伸到了企业价值提升层面上。

根据员工持股计划的制度安排,员工股权为资本活动预留了博弈空间。当然,对具体企业而言,博弈的空间存在差异,一方面民间资本活动范围不断扩大,另一方面资本行为成为影响市场参与各方收益的重要因素。在这种背景之下,通过员工持股计划将员工的利益纳入到资本博弈的利益格局中,是一种智慧的做法。

这种利益分布格局为资本调节劳动要素积极性提供足够的操作空间;反过来,一定条件下员工持股计划自身也能演变成具有影响决策能力的资本势力,通过参与市场博弈的方式来实现自身的利益诉求。

根据制度安排,无论采取哪种方式,员工持股计划均能名正言顺地参与到市场博弈当中,在持股计划的框架内,资本收益通过各种途径向劳动要素进行转移,员工持股计划的福利性质由此而来。在另一种情况下,当员工持股计划以一种激励工具的面貌出现时,对资本博弈、劳动要素的积极性和企业价值等诸多方面产生的影响与其作为福利工具出现时大相径庭。对于处于成长阶段的、融资需求强烈、预期股权分布具有较强不确定的中小企业来说,员工持股计划含有的激励员工的性质更强,此时的员

# 进军海外不能仅靠“高价并购”

□ 国家气候战略中心 马涛 芦千文

中海油在收购优尼科失败七年后,再度进军北美市场,近期欲以高价收购加拿大尼克森公司。中海油以总报价151亿美元收购尼克森流通中的全部普通股,该出价比尼克森在纽交所此前20个交易日成交加权平均溢价66%。这一价格是尼克森2012年预估EBITDA(未计利息、税项、折旧和摊销前的利润)的4.5倍,还不包括要承担的43亿美元债务和各项附加条件,但市场对尼克森的估值仅为其2012年预估EBITDA的3倍。显然,中海油是以远超其价值的价格收购尼克森。事实上,我国能源矿产企业大都以高价并购方式进军海外,这是一种不符合价值规律的行为,凸显了我国企业不成熟的“走出去”策略。

我国能源企业“走出去”已成必然之势。一方面,我国能源矿产的供需缺口持续扩大,有必要通过海外并购获得更多的资源,保障供给;另一方面,必须参与全球

能源矿产市场的竞争,增强市场影响力,而海外并购是主要手段。然而,我国的海外并购总被冠以“政治色彩”而十分敏感,常有人蓄意说我国在“掠夺全球资源”,“威胁其他国家安全”。正是这些渲染,使我国企业海外并购阻力重重,如中海油收购优尼科失败和中铝收购力拓失败。我国企业的应对之策不能只是不断增加加价码,诱使对方接受并购,这极易形成恶性循环,被人牵着鼻子走。既然海外并购是市场行为,就要遵守价值规律,而高价并购显然有违这一规律,一味高价并购反而会产生负面影响。

当前全球经济低迷,一些国家能源矿产资产价格大幅缩水,此刻它们亟需资金。我国经济保持持续增长,拥有最大规模的外汇储备,可作为资金供给方出现。经济形势决定了国际资本市场上处于“买方市场”,我国理应以低价收购处于困境的海外企业,现实却是实行高价并购,这种行为容易给外人留下反常的感觉。高

价策略让别人以为我国资本找不到市场,营造了“卖方市场”氛围,因而他们可以漫天要价。这使参与海外并购的中国企业付出额外成本后,反而得不到应有的尊重。

当然,也有人认为“高价”并购有其合理性,认为当前能矿资产价值被低估,潜在升值空间十分可观;通过海外并购能掌握更多资源,增加市场影响力,特别是获得定价权,有人指出中海油收购尼克森的目的之一就是获得对“即期布伦特”的定价权;高价是为先进技术和管理经验买单。

然而,这些理由都经不起推敲。首先,潜在升值空间不会被外资据为己有。发达国家对外资的监控十分严格,在签署合同时只会让其获得合理利润,“暴利”几乎不可能发生。能源矿产行业存在级差地租,即使以较低价格买到资产,也不能将价格高涨时的超额利润全部归为外资。土地的有限性和独占性会使其所有者无偿占有这份超额利润,这就是价值规律的特殊作用。其次,定价

权取决于一国的金融实力。以石油为例,国际原油定价权并不掌握在主要输出国手中,也不由欧佩克决定,而取决于欧美发达国家,其中美国作用最大。美国能有如此大的影响力,得益于其强大金融实力,这是近百年不懈努力的结果,并不是仅仅几个收购项目就能形成的。第三,市场对企业的估值已经包含了技术和管理水平,高价显然是重复支付。

当前国际经济形势是我国企业“走出去”的绝佳机遇,不可错过,但应采取积极稳妥的步调,那些试图“一口吃个胖子”的冒进行为欠妥。日本的教训应引起我们的重视。日本20世纪80年代后期的海外并购潮和我们现在的做法惊人相似,都是走“高价并购”之路。当时日本国内出现过过剩流动性,许多资本无法进入实体经济,只能涌向资本市场。日元升值又使以美元计价的资产十分便宜,一些企业“不差钱”,以一种居高临下的姿态盲目高价并购。据统计,当时日本海外并购